

# MERCADO DE CAPITAIS

Marcelo Nascimento, Daniel Wajnberg, Filipe Borsato da Silva e Sandro Luiz Costa Roma

## DIAGNÓSTICO E VISÃO GERAL DO TEMA

---

### Desempenho recente

Nos últimos dois anos, o mercado de capitais no Brasil, no que o relaciona com fontes de recursos para investimentos das empresas, apresentou resultados relativamente conflitantes. Por um lado, o mercado de renda fixa, especialmente o de debêntures e títulos incentivados, obteve um desempenho bastante promissor, com crescimento superior a 100% no volume de debêntures emitidas. Por outro lado, o mercado acionário, apesar de uma pequena recuperação, seguiu restrito, com número de aberturas de capital relativamente baixo e moderado volume de emissões primárias (condições bastante inferiores às observadas no período anterior à crise de 2008, por exemplo). Vale ressaltar que a análise se refere ao mercado primário. O mercado secundário de ações já negociadas apresentou resultado bastante promissor, com elevado volume de transações e recorde no valor médio das empresas listadas.

Apesar do crescimento das emissões primárias e secundárias em 2017, que atingiram R\$ 23 bilhões, tanto o volume das ofertas quanto o número de empresas que participaram de abertura de capital são bastante inferiores aos observados antes da crise internacional de 2008. Nos anos de 2006 e 2007, noventa empresas realizaram ofertas iniciais de ações na bolsa de valores. Em 2017 e 2018, até o mês de setembro, esse número foi respectivamente de dez e três empresas. Desde 2009 apenas 56 empresas realizaram abertura de capital com ações negociadas em bolsa. Tal quantidade coincide com a de empresas que realizaram oferta de recompra de suas ações entre 2009 e 2017 com vistas a reduzir a parcela negociada ou mesmo fechar o capital.

No mercado de dívida, como dito anteriormente, os resultados recentes têm se mostrado bastante positivos, como pode ser visto no Gráfico 1. Em 2017, o volume total de debêntures emitidas atingiu R\$ 89 bilhões e marcou um recorde anual no valor emitido desses títulos. Esse desempenho foi ainda melhor em 2018, com R\$ 97 bilhões de títulos emitidos no período de janeiro a setembro.

Duas alterações normativas tiveram grande importância para o desenvolvimento recente do mercado de capitais de renda fixa: (i) a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários 476, de 16 de janeiro de 2009, que estabelece a emissão com esforços restritos e a dispensa de registros para até cinquenta investidores qualificados; e (ii) a Lei 12.431, de 24 de junho de 2011, que definiu condições diferenciadas de tratamento tributário para investidores estrangeiros (em títulos de renda fixa ou fundos) e investidores pessoa física nacionais na aquisição de debêntures, certificados de recebíveis imobiliários ou quotas de fundos destinados a investimentos em projetos de infraestrutura, pesquisa ou inovação, considerados prioritários pelo Governo Federal.

Gráfico 1: Emissão de títulos e ações no mercado doméstico e saldo de operações em fundos de *private equity* (PE) e *venture capital* (VC)

Gráfico 1A: Emissão de títulos no mercado de capitais (R\$ bilhões)

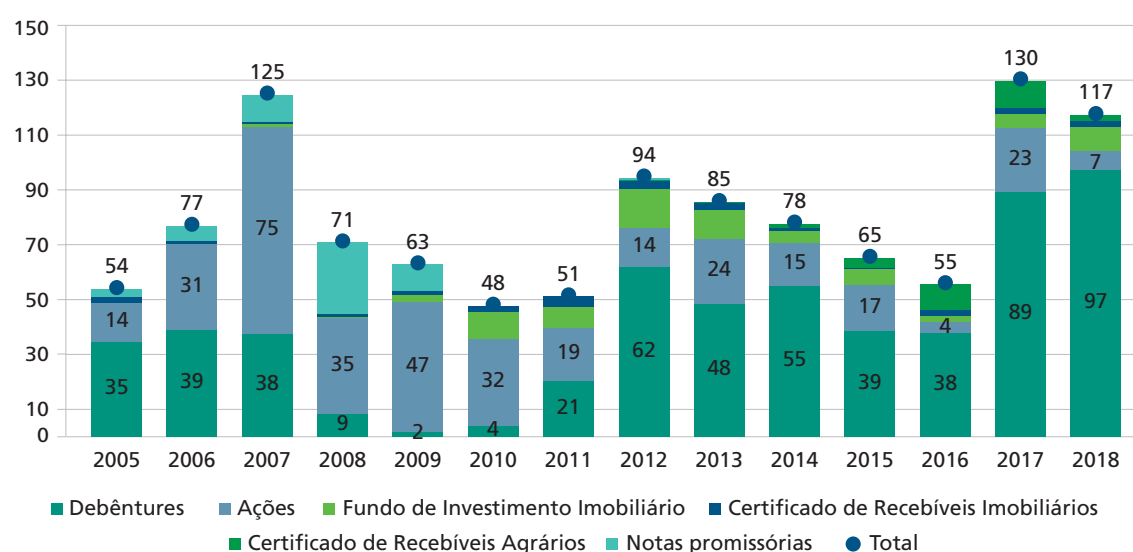
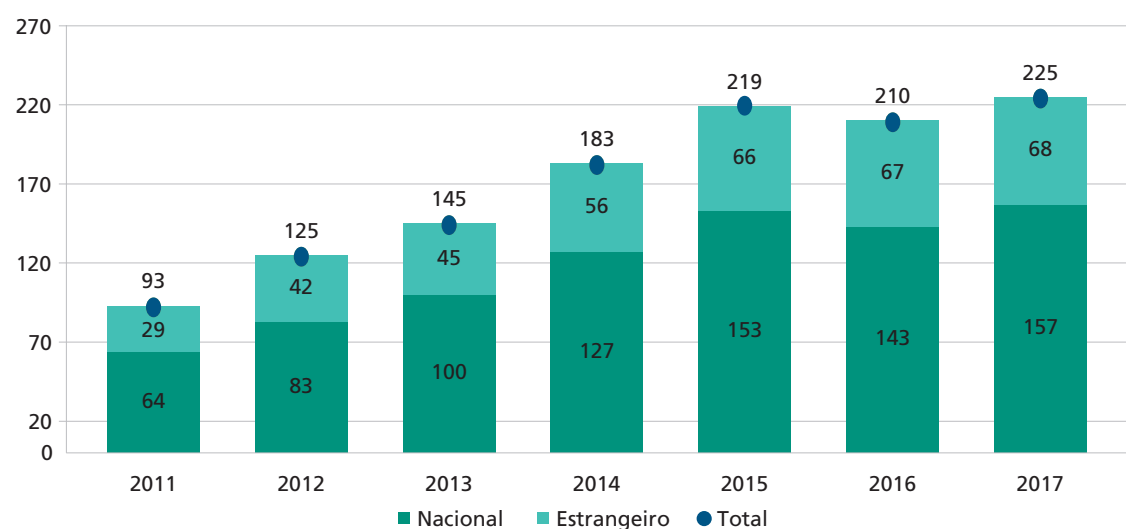


Gráfico 1B: Saldo total dos fundos (R\$ bilhões)



Fontes: Anbima, B3 e ABVCAP.

Apesar do aumento na emissão de debêntures incentivadas, essa modalidade de títulos ainda representa uma parcela relativamente pequena do volume total de emissões. O volume desses títulos cresceu de R\$ 3 bilhões, em 2012, para R\$ 13,2 bilhões, no acumulado até setembro de 2018, respondendo por 12% do volume total de debêntures ao longo dos últimos cinco anos e atingindo maior percentual em 2017, quando correspondeu a 15% das emissões.

Vale destacar que a queda dos juros a partir de 2016, sua estabilização no menor patamar histórico a partir do primeiro trimestre de 2018 e a manutenção da elevada liquidez nos mercados internacionais também foram fundamentais para elevar o volume de ativos de renda fixa emitidos. As condições de taxas de juros reais baixas e a previsibilidade de preços potencializaram as mudanças regulatórias que foram observadas ao longo dos últimos anos. Não obstante, é importante observar que há uma aparente substituição do crédito a pessoa jurídica por desintermediação, sendo essa condição facilitada pelas diferentes condições regulatórias e tributárias que regem o mercado de crédito e de dívida.

Por fim, é importante ressaltar que as operações de participação em fundos de *private equity* e *venture capital* também apresentaram reação em 2017. Depois de recuo nos valores de capital investido no ano de 2016, houve recuperação de 7,1% em 2017, atingindo o maior valor da série. Esse resultado foi influenciado pelo melhor desempenho da economia e pelo aumento dos investimentos, sobretudo estrangeiros, no segmento. Destaca-se, porém, que o Brasil ainda possui baixo volume de investimentos em *private equity* e *venture capital* em relação ao produto interno bruto (PIB), quando comparado com países europeus, Estados Unidos da América, China, Índia e Israel.

## Condições estruturais

Em estudo recente, a consultoria McKinsey (2017)<sup>1</sup> caracteriza o mercado de capitais brasileiro como superficial, recebendo nota 2 em uma escala de 1 a 5. Outros estudos classificam o mercado brasileiro como de desenvolvimento mediano, considerando as características institucionais do país. O número de empresas listadas no mercado de ações da B3 (344) é superior ao observado em países como África do Sul (294), Argentina (96), México (141), Chile (212), Rússia (230) e Holanda (102). Contudo, é bastante inferior aos números observados em mercados emergentes de maior porte, sobretudo asiáticos, como China (3.431), Índia (5.615), Malásia (894), Tailândia (688) e Indonésia (566). Em um conjunto de 68 países, o Brasil ocupa o 21º lugar em número de empresas listadas. Por outro lado, a profundidade do mercado, medida pelo indicador “Valor de mercado das companhias listadas/PIB”, indica uma condição relativamente pior do país, que ocupa a 34ª posição em um conjunto de 64 países.

Outro aspecto importante que merece atenção é a concentração de mercado. Utilizando indicadores de concentração (como Gini) para um conjunto de mercados emer-

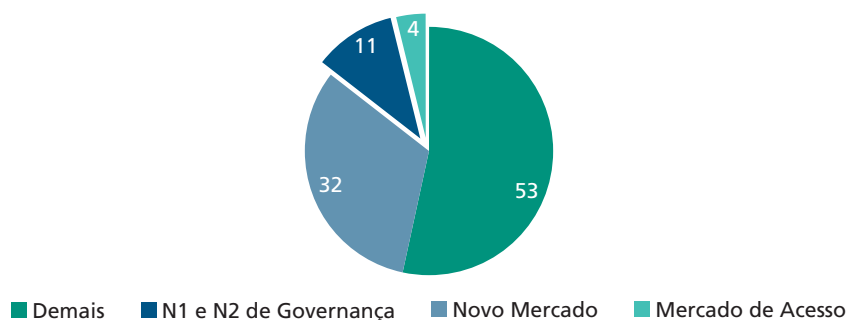
---

1 McKinsey & Company. Deepening capital markets in emerging economies. Banking and Finance, abr. 2017.

gentes ou exportadores de *commodities* (Chile, Índia, Austrália, México, Brasil e África do Sul), o mercado brasileiro apresentou-se, notoriamente, como o mais concentrado. Mesmo economias latino-americanas emergentes com condições institucionais parecidas e um baixo número de empresas listadas, como o México, dispõem de condições mais favoráveis de distribuição.

Ao longo dos últimos 15 anos, houve um grande esforço de diversas instituições de mercado no sentido de melhorar as condições de governança das empresas, com o estabelecimento de mecanismos de proteção a investidores minoritários e ampliação das exigências de *disclosures* de informações prestadas aos investidores. A despeito do sucesso relativo das ações dessas entidades, ainda pairam desafios para a evolução do mercado brasileiro. Do total de empresas listadas em outubro de 2018, somente 32% estavam classificadas no Novo Mercado, segmento mais avançado de governança corporativa da B3.

Gráfico 2: Empresas registradas na B3 por segmento de listagem (%) (outubro de 2018)



Fonte: B3.

Cabe mencionar também as limitações no acesso ao mercado acionário por parte de empresas que, por seu porte, poderiam usufruir dos benefícios do mercado de capitais. A dificuldade dessas empresas em abrir capital deriva de barreiras associadas a imperfeições regulatórias, desincentivos tributários e problemas estruturais e econômicos do mercado brasileiro. Essas condições foram mapeadas por meio de levantamento realizado com especialistas do mercado financeiro, acadêmicos e *players* e estão sintetizadas no Quadro 1.

No mercado de dívida, mais especificamente em debêntures, tal como no mercado acionário, também se observa certa concentração em empresas e setores. Essa concentração é ainda maior quando se foca em transações no mercado secundário. Nesse segmento, apenas um conjunto restrito de títulos de companhias muito bem classificadas quanto a risco consegue ter liquidez.

Historicamente, esses títulos eram caracterizados por prazos relativamente curtos, geralmente inferiores a seis anos, e por baixíssima liquidez. Entretanto, com o estabelecimento de incentivos às debêntures de infraestrutura ou debêntures corporativas associadas a projetos, a partir da promulgação da Lei 12.431/2011, além da ampliação dos prazos, houve um substancial aumento da liquidez, sendo a participação de investidores pessoa física (varejo) um fator importante para esse resultado.

Quadro 1: Quadro-resumo com fatores limitantes do mercado acionário

ELEVADO PRÊMIO DE CONTROLE	CUSTOS ELEVADOS PARA A ABERTURA DE CAPITAL	JANELAS LIMITADAS PARA OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS (IPO)
<ul style="list-style-type: none"> <li>› Apesar dos avanços, questões de <i>agency</i> ainda estão muito presentes no Brasil</li> <li>› Relações contratuais têm menos força no país do que em outros mercados</li> <li>› Aspectos culturais (administração familiar, patrimonialismo do gestor)</li> <li>› Desincentivos em <i>private equity</i> e bancos para fomentar o acesso ao mercado</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Custos de emissão e listagem, exceto <i>underwriting</i>, não divergem muito da prática mundial</li> <li>› Custos de preparação e custos de observância são, muitas vezes, mais elevados que custos de abertura</li> <li>› Custos de <i>underwriting</i> no Brasil são superiores aos de outros países</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Volatilidade macroeconômica implica janelas restritas para abertura de capital</li> <li>› Custos fixos com equipes têm que ser diluídos em emissões com tíquete mínimo elevado</li> <li>› Reduzido espaço de tempo cria concorrência entre IPOs</li> </ul>

Fonte: Elaboração própria, no âmbito do projeto corporativo de mercado de capitais.

Gráfico 3: Distribuição de debêntures incentivadas para projetos na área de infraestrutura por perfil do investidor

Gráfico 3A: Instrução da Comissão de Valores Mobiliários 400

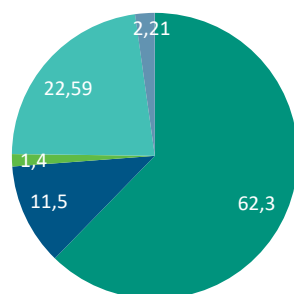
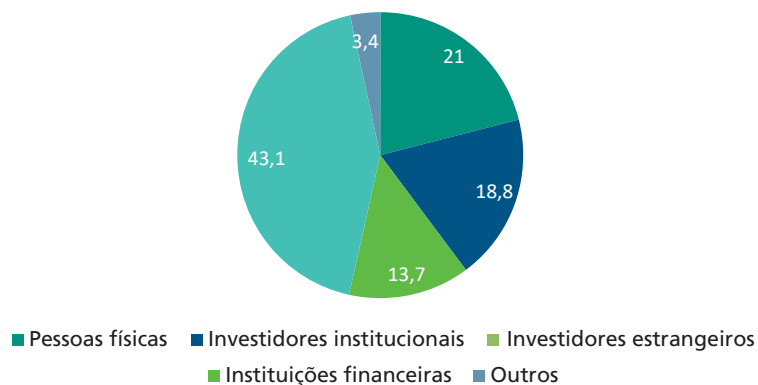


Gráfico 3B: Instrução da Comissão de Valores Mobiliários 476



Fonte: Anbima.

De forma análoga às limitações para o desenvolvimento do mercado de ações, o mercado de renda fixa também apresenta um conjunto de barreiras estruturais. O Quadro 2 sintetiza os limitadores.

Quadro 2: Quadro-resumo com fatores limitadores do mercado de renda fixa

BAIXA LIQUIDEZ NO MERCADO SECUNDÁRIO	CONCENTRAÇÃO EM EMISSORES DE <i>HIGH GRADE</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>› Falta de padronização</li> <li>› Presença limitada de <i>market makers</i></li> <li>› Perfil de investidores não adequado aos títulos disponíveis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Perfil conservador dos investidores</li> <li>› Fraca participação de veículos mais complexos (para mitigar riscos ou diversificar)</li> <li>› Regulação conservadora e desincentivos para investidores institucionais</li> </ul>
PRAZOS RELATIVAMENTE CURTOS	BAIXO VOLUME DE EMISSÕES DE TÍTULOS
<ul style="list-style-type: none"> <li>› Instabilidade macroeconômica e jurisdicional</li> <li>› Incompletude do mercado para segregar/<i>hedgear</i> riscos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Custos de observância elevados</li> <li>› Tíquete mínimo inviabiliza emissões de baixo valor</li> <li>› <i>Crowding-out</i> pelos títulos públicos*</li> </ul>

Fonte: Elaboração própria, no âmbito do projeto corporativo de mercado de capitais.

\*"The Impact of Treasury Supply on Financial Sector Lending and Stability".

## ATUAÇÃO DO SISTEMA BNDES

Ao longo de sua história, o Sistema BNDES participou ativamente do mercado de capitais, tanto por meio de operações de compra e venda de ações, investimentos em fundos e ativos de renda fixa e derivativos, quanto no diálogo e na execução de ações institucionais com o Governo e as diversas instituições que participam do mercado. No papel de investidor ou de promotor do aperfeiçoamento da regulação, a ação do BNDES tem se pautado pelo objetivo de contribuir com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, entendendo esse mercado como um importante bem público disponível ao desenvolvimento.

A atuação do Sistema BNDES como investidor em participações se dá tanto por via direta (investimento no capital das empresas) como por via indireta (participação em fundos de *private equity*, *venture capital* e *seed capital*). Em 30 de setembro de 2018, a participação de investimentos diretos em ações montava a R\$ 106,7 bilhões, segundo maior valor para a série de fechamentos anuais, como apresenta o Gráfico 4. Esse valor representa um crescimento de 34,6% em relação ao fechamento de 2017 e advém, basicamente, do aumento no valor dos ativos investidos.

Gráfico 4: Carteira de ativos de renda variável, debêntures, fundos e opções (Sistema BNDES)

Gráfico 4A: Ações (R\$ bilhões)

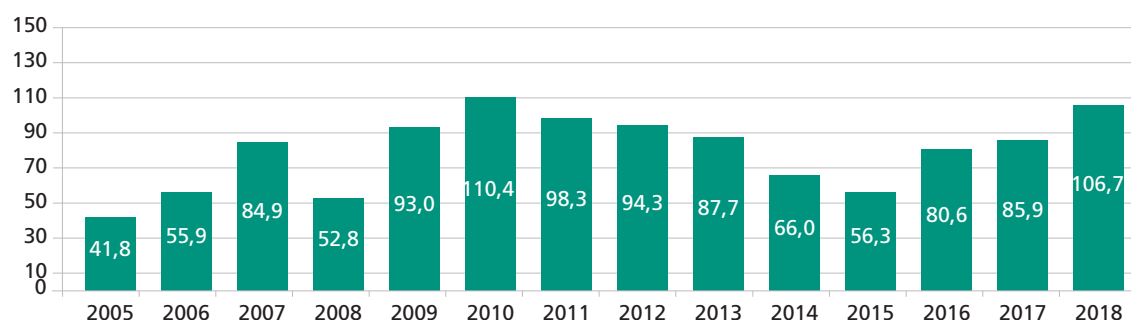
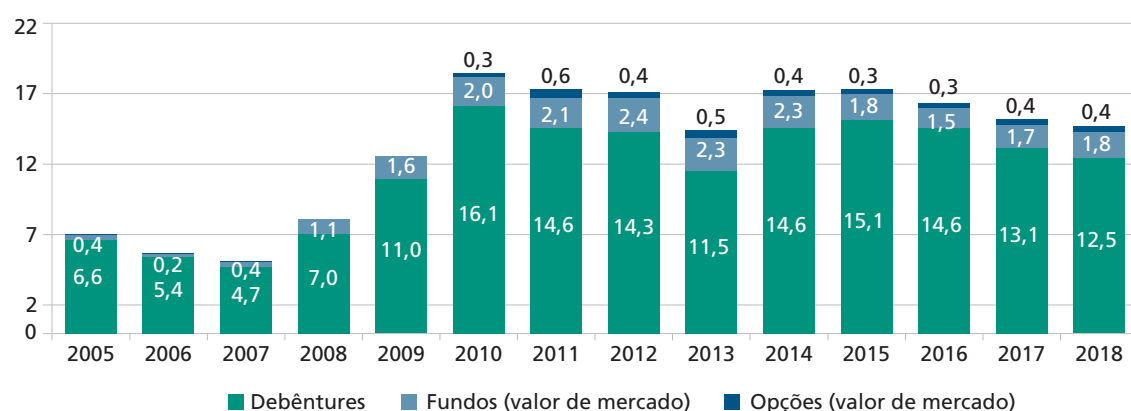


Gráfico 4B: Debêntures, fundos e derivativos (R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria.

Em relação à carteira de participação via fundos, o valor justo das cotas de propriedade da BNDESPAR totalizava R\$ 1,8 bilhão no início de outubro de 2018. Importante destacar a composição da carteira atual: 66% referem-se a fundos de *private equity*; 22% são relativos a fundos de *venture capital*; 9% a *seed capital*; 2% a fundos de renda fixa e 1% ao Fundo de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (Funcine).

Outra vertente importante de atuação do BNDES no mercado de capitais brasileiro se dá por meio da aquisição de títulos de renda fixa, mais especificamente debêntures, tanto corporativas quanto de projetos. Em outubro de 2018, o saldo dos investimentos em ofertas públicas de debêntures corporativas e de projetos montava a R\$ 3,9 bilhões.

Além de participar ativamente como investidor, o Banco tem participado de diversos foros com o objetivo de mapear e propor iniciativas que auxiliem o desenvolvimento do mercado de capitais. Destacam-se, nesse sentido, sua participação no Grupo de Trabalho de Mercado de Capitais, organizado pelo Ministério da Fazenda, que tem como objetivo a realização de uma agenda de reformas microeconômicas para dinamizar o mercado, bem como a participação em conselhos e reuniões de diversas instituições, por exemplo, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP) e Associação de Investidores no Mercado de Capitais (Amec).

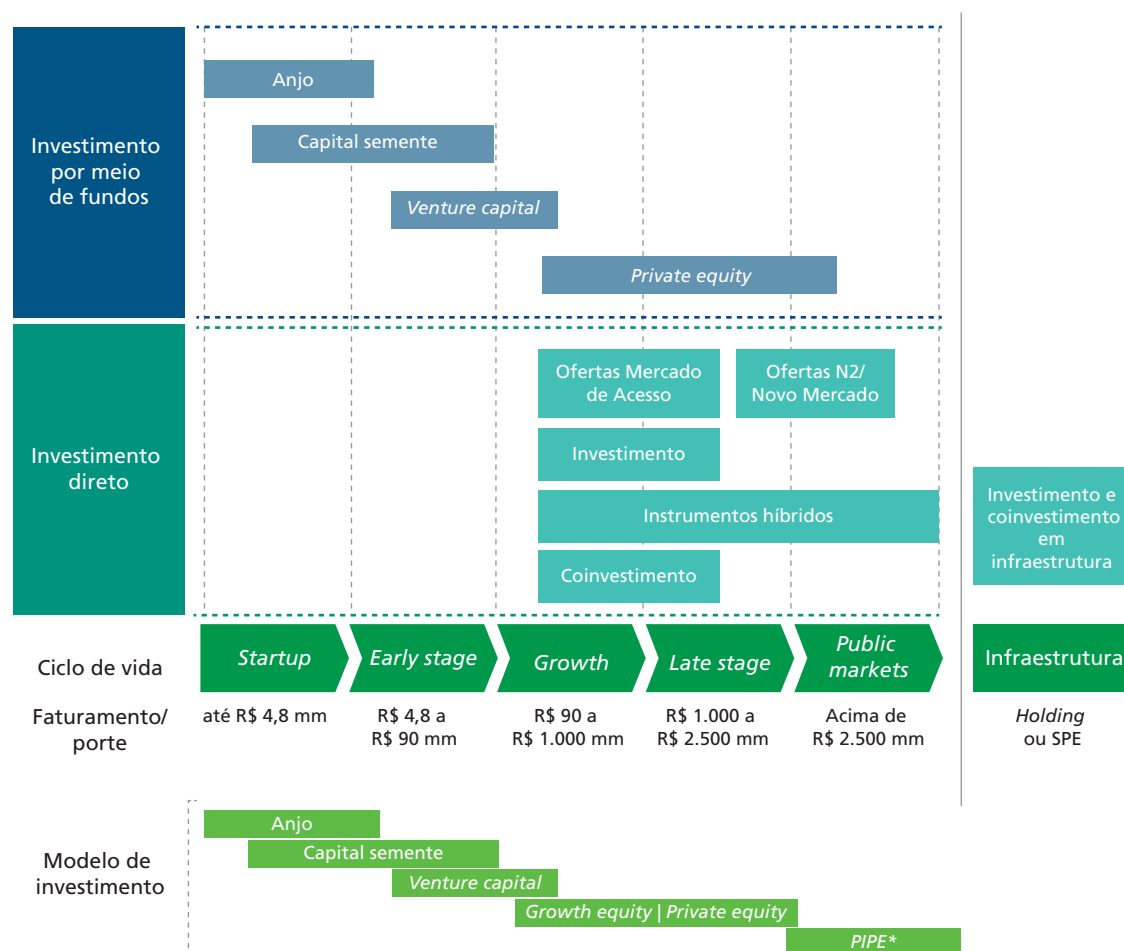
## AÇÕES EM CURSO E PROPOSTAS

A atuação do Sistema BNDES no âmbito do mercado de capitais pode ser dividida entre os segmentos de renda variável e renda fixa.

### Renda variável

Em relação ao mercado de capitais de renda variável, observa-se na Figura 1 que o portfólio de produtos ofertados pelo Sistema BNDES está estruturado com base na visão de ciclo de vida das empresas, buscando desenvolver soluções de mercado que sejam viáveis e aderentes aos desafios enfrentados em cada estágio de sua existência.

Figura 1: Portfólio de produtos do Sistema BNDES para o mercado de capitais de renda variável



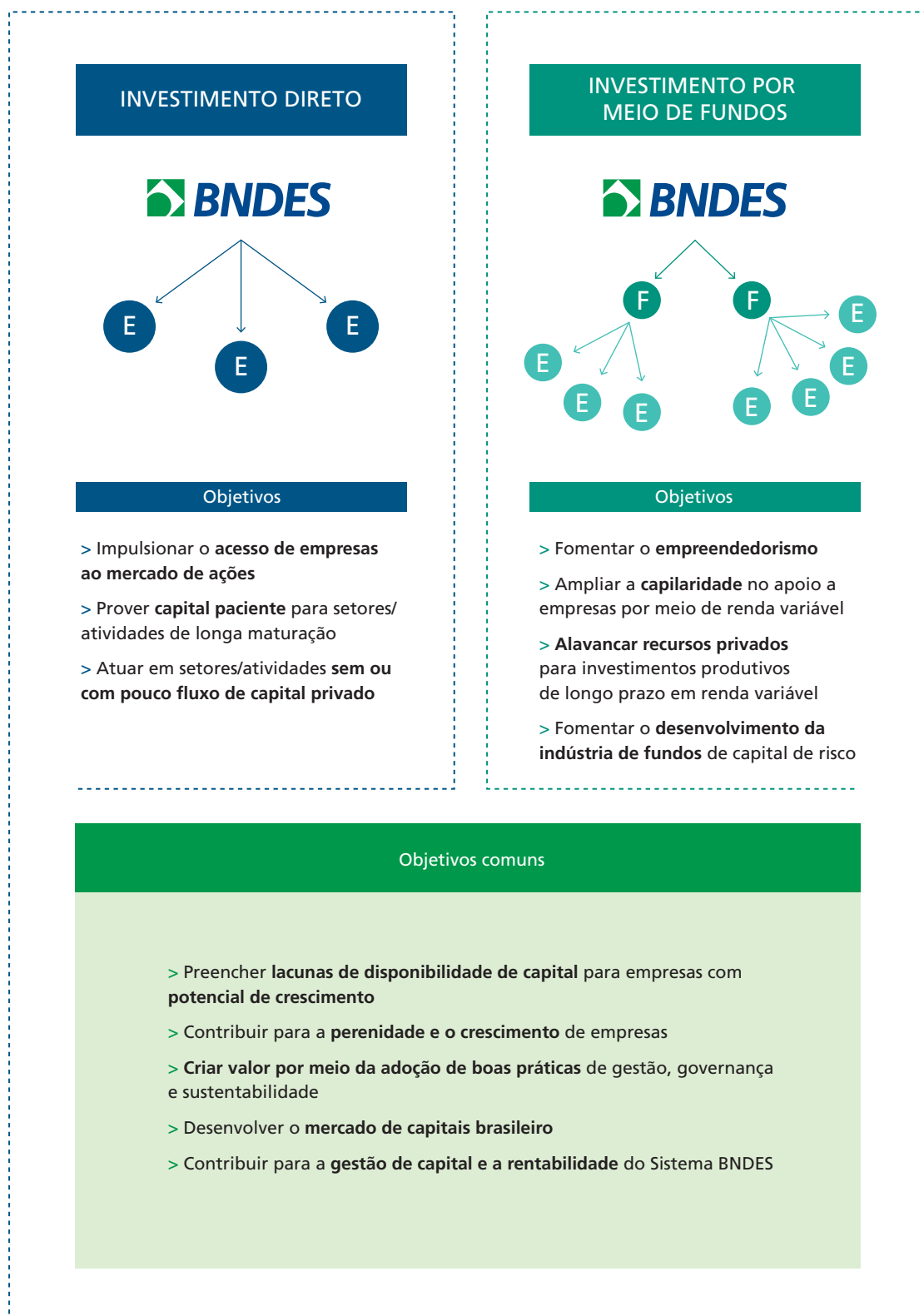
Fonte: Elaboração própria, no âmbito do projeto corporativo de mercado de capitais.

\* PIPE – private investment in public equity (investimento privado em oferta pública).

Adicionalmente, o portfólio de produtos de renda variável pressupõe a natureza complementar da atuação tanto direta quanto por meio de fundos de investimento, baseando-se no entendimento de que as duas formas de atuação não são excludentes e contribuem para o atingimento de objetivos comuns e particulares, como pode ser visto na Figura 2.



Figura 2: Lógica complementar de atuação em renda variável direta e por meio de fundos



Fonte: Elaboração própria, no âmbito do projeto corporativo de mercado de capitais.

Cabe destacar ainda a diretriz de apoiar empresas nascentes e em estágio inicial exclusivamente por meio de fundos de investimento, buscando se apropriar de sua capilaridade e da atuação de gestores especializados nesse nicho de negócios. Já em relação a empresas em estágio de crescimento ou maturidade, haverá o apoio tanto por meio de investimento direto quanto por meio de fundos, visando auxiliar em seu processo de profissionalização e em sua preparação para o acesso ao mercado de ações. Nesse aspecto, em especial, o investimento direto terá como prioridade o estímulo ao desenvolvimento do mercado de acesso para pequenas e médias empresas (atualmente denominado Bovespa Mais), de forma a contribuir para que se torne um veículo efetivo para reforço de capital e crescimento empresarial.

Entre as iniciativas em curso, merece atenção o projeto BNDES Garagem, voltado ao apoio de *startups* e dividido em duas vertentes: o Programa de Desenvolvimento de Startups e o Centro de Inovação no Rio de Janeiro. O primeiro será executado em conjunto com o consórcio formado pelas aceleradoras Wayra e Liga Ventures, no espaço Wework Carioca, buscando pré-acelerar e acelerar um total de sessenta *startups*. A chamada, realizada em novembro de 2018, prevê o apoio à estruturação dos negócios, alavancando seu crescimento e facilitando a captação de recursos. A segunda vertente, por sua vez, visa reunir em um mesmo espaço físico *startups*, corporações, investidores e centros de pesquisa, facilitando a geração de negócios entre esses diversos atores. Com isso, o BNDES vai além do apoio financeiro e usa sua capacidade de articulação e conexão com clientes, empresas investidas e investidores para promover a inovação.

Como forma de incentivar o mercado de capitais em um momento em que há restrições de crédito e oportunidades de investimentos em *equity* em ativos fechados, foi lançada em dezembro de 2018 uma chamada pública, para seleção de até oito fundos de investimentos em participações (sendo até quatro de *private equity* e até quatro de *venture capital*), cujos focos de atuação sejam, preferencialmente, infraestrutura, base tecnológica, educação, saúde, segurança pública, sustentabilidade e estruturas produtivas.

## Renda fixa

Conforme apresentado na Figura 3, o portfólio de produtos ofertados pelo Sistema BNDES está estruturado com base na identificação de um conjunto de limitações do mercado de capitais de renda fixa, especialmente:

- prazos curtos;
- liquidez limitada;
- baixa participação de investidores institucionais;
- baixa origem de ativos; e
- concentração em emissores de alto *rating*.

Os produtos elencados podem ser divididos em três grupos: (i) investimento direto em debêntures; (ii) estruturação de fundos pelo BNDES; e (iii) apoio do BNDES em fundos estruturados por terceiros. Com o leque de produtos atualmente existente, o Banco consegue atuar de diferentes formas, visando mitigar as cinco principais limitações identificadas no mercado de capitais de renda fixa.

Figura 3: Portfólio de produtos do Sistema BNDES para o mercado de capitais de renda fixa

PRODUTOS	OBJETIVOS	FALHAS DE MERCADO				
		Prazos curtos	Baixa originação	Liquidez limitada	% de investidores institucionais	Baixo acesso para ratings intermediários
<b>Investidor-âncora em emissões de projetos</b>	Viabilização de colocações de emissões com menor acesso ao mercado de capitais	X	X			
<b>Investidor em debêntures corporativas</b>	Apoio a emissões corporativas e fomento à liquidez no mercado secundário	X	X	X		X
<b>FIDC para alienação da carteira</b>	Alienação de ativos por meio de produto estruturado			X		X
<b>Fundos de crédito corporativo</b>	Fomento à desintermediação financeira e aumento do acesso e do prazo dos créditos	X	X		X	X
<b>Fundos de crédito de infraestrutura</b>	Fomento à indústria de fundos de crédito de infraestrutura	X	X		X	
<b>Fundos de <i>venture debt</i> (crédito corporativo pequena e média empresa)</b>	Fomento ao crédito para pequenas e médias empresas de tecnologia, em linha com práticas internacionais	X	X		X	X

Fonte: Elaboração própria, no âmbito do projeto corporativo de mercado de capitais.

Destaca-se que, no que tange a sua participação direta em ofertas de debêntures, o BNDES vem atuando de forma mais presente em emissões realizadas por projetos de infraestrutura, viabilizando colocações que apresentem acesso mais restrito ao mercado de capitais e alavancando capital privado de outros investidores. Nesse sentido, o Banco já subscreveu 27 emissões e atraiu mais de R\$ 3 bilhões em capital privado para empreendimentos de natureza estratégica para o país, contribuindo para promover o desenvolvimento do mercado de capitais, viabilizar projetos de infraestrutura e garantir sua própria sustentação (financeira) como agente de desenvolvimento econômico.

A segunda vertente de atuação está relacionada ao investimento em fundos de crédito e tem como objetivo contribuir para o processo de desintermediação bancária e para o desenvolvimento de novas alternativas de financiamento que sejam adequadas aos diferentes estágios de empresas e às particularidades de determinados negócios, como é o caso do setor de infraestrutura. Nesse sentido, em 2018, a BNDESPAR subscreveu cotas de dois fundos de crédito, sendo o primeiro deles voltado para aquisição de debêntures de infraestrutura do setor de energias renováveis, e o outro à subscrição de debêntures de empresas que ainda não têm porte para fazer emissões por meio de ofertas públicas. De forma complementar, a BNDESPAR deverá subscrever no primeiro trimestre de 2019 cotas do primeiro fundo brasileiro de *venture debt*, o qual tem como objetivo adquirir direitos creditórios de pequenas e médias empresas de base tecnológica, com alto potencial de crescimento, permitindo que essas empresas tenham acesso a instrumentos de crédito com prazo médio superior a 12 meses.